



BANQUE
ERIC STURDZA

OÙ POURRA-T-ON GAGNER DE L'ARGENT EN 2018 ?

LE VRAISEMBLABLE
LE POSSIBLE
L'ÉVENTUEL
LES RISQUES

« Toute certitude est un mensonge » Henri Poincaré

Bruno Desgardins

15 janvier 2018

- Les performances de l'année 2017, exprimées en CHF ont été exceptionnelles : le Nikkei affiche +18%, l'EuroStoxx 50 +16%, le S&P et le SMI +14%, l'or +8% et l'indice des matières premières +15%. Les prévisions des grandes institutions, OCDE, Banque Mondiale, accréditent l'idée d'une croissance mondiale de 3.6% en 2018, en ligne avec les chiffres de 2017.
- A l'appui de cet optimisme, la vigueur des créations d'emplois, 8 millions dans l'OCDE en 2017, la reprise du commerce international, le sentiment de confiance des entreprises et des consommateurs, partout très positif dans le monde. Si le cycle de croissance dépasse 9 ans aux Etats-Unis, le PIB réel n'y est, selon le FMI, que 15% supérieur à son niveau d'avant crise en 2007. Et, en Europe ou au Japon, il n'est respectivement que de 6 et 5 points supérieur. Donc pas de démesure.
- Nonobstant ces considérations, à l'aube de cette année 2018, de nombreuses questions se posent et, des réponses qui pourront être apportées découleront les axes de la politique d'investissement :
 - Tout d'abord, la situation de la première économie mondiale, les Etats-Unis. Y-a-t-il un risque de pression inflationniste avec la mise en œuvre de la réforme fiscale ? Y-a-t-il un risque de récession après plus de 100 mois de croissance ? Peut-on concevoir une poursuite non inflationniste du cycle de croissance ? Plus spécifiquement peut être posée la question d'une éventuelle bulle des valeurs technologiques ?
 - Ensuite, la Chine : doit-on s'inquiéter d'un ralentissement d'une économie chinoise aux prises avec de nombreuses surcapacités dans l'industrie, un surendettement des entreprises et de nombreuses provinces ? Doit-on, au contraire, saluer le développement accéléré des nouvelles technologies et de la robotisation ?
 - Egalement, l'Europe, avec trois thèmes, la pérennité de la reprise, les réformes institutionnelles que l'on peut escompter et les incidences du Brexit.
 - Au Japon, on s'interrogera sur les effets d'une politique d'injection de liquidités sans comparable dans son ampleur, sur les chances de succès de la politique poursuivie par Shinzo Abe pour inciter les entreprises à accroître les salaires et réduire leurs liquidités.
 - De ces trois points devraient découler des réponses à l'évolution des cours des matières premières, notamment le pétrole et à l'évolution de l'inflation donc des taux.
 - Un autre aspect à considérer, « l'éventuel », c'est-à-dire ce qui pourrait résulter des élections au Brésil, au Mexique ou ailleurs.
 - Enfin, on devra réfléchir aux éventuels risques géopolitiques, Iran, Corée du Nord... qui, dans l'histoire des bourses, s'avèrent souvent déterminants.
- Pour répondre à la question posée en titre, choisissons un guide, le propos d'Henri Poincaré, cité en exergue et énoncé dans son livre « Savants et écrivains » et retenons 4 éléments : le vraisemblable, c'est-à-dire les régions ou les secteurs à surpondérer, le possible, c'est-à-dire les pondérations neutres, l'éventuel, qui peut constituer des opportunités d'investissement et les risques qui conduiront à sous-pondérer.

I. Le vraisemblable :

1. *Japon : « Le soleil est désormais mon compagnon sur la grande route de la vie » Mishima.*

- La performance du marché japonais a été élevée en 2017 mais la tendance haussière n'est pas épuisée. Les injections de la banque centrale japonaise, depuis 2012, sont sans équivalent dans le monde et elles ont permis de plafonner le taux à 10 ans à 0 alors même que le pays est le plus endetté de l'OCDE, 2.3x le PIB. La croissance économique devrait atteindre 1.3%. Aux sceptiques, on fera observer que calculée par habitant ou mieux encore par personne employée, cette croissance est en fait supérieure à celle des Etats-Unis ou des pays européens. N'oublions pas en effet que la population décroît avec 941000 naissances en 2017 pour 1.3 millions de décès.
- Les perspectives demeurent favorables : entre une dette publique, stabilisée par Abe au niveau de 2012, une production industrielle en hausse de 3.7% sur un an, des exportations en volume à +18% sur un an car les entreprises profitent des effets décalés de la dépréciation du Yen, un taux de chômage de 2.7%, au plus bas des 22 dernières années, un nombre d'employés en hausse de 1.7% sur un an, des augmentations de salaires faibles mais néanmoins supérieures à l'évolution de l'inflation, ce qui favorise la consommation, +1.7% sur un an, on peut constater que toutes les composantes de la croissance sont bien orientées. L'objectif d'inflation de 2% semble hors d'atteinte à court terme. La banque centrale sera donc la dernière à stopper les injections et, dans le même temps les entreprises, riches de plus de \$3000 milliards de liquidités, commencent à se préoccuper de la rentabilité du capital et devraient, à l'instigation d'Abe, être incitées à accroître les salaires pour bénéficier de réductions d'impôts, car la consommation des ménages en sera stimulée.

2. *Europe et Euro : « Rien n'est possible sans les hommes, rien n'est durable sans les institutions » Jean Monnet.*

- Les hommes et les institutions ; la confiance retrouvée des premiers, l'approfondissement nécessaire des secondes ; la reprise de la consommation, les plans pour une relance de l'Europe, telles sont les deux composantes de notre surpondération de l'Europe dans nos portefeuilles. La croissance économique, supérieure à celle des Etats-Unis, a été de 2.4% en 2017 et devrait être identique en 2018 avec une reprise de l'investissement, du crédit, un taux de chômage à 8.7%, loin des 12.1% atteint au pic de la crise, un indice de confiance des industriels au plus haut sur 20 ans.
- Les perspectives de croissance restent favorables, particulièrement pour le duo Allemagne-France qui représente la moitié du PIB de la zone Euro.

A la France, le redressement et les réformes, à l'Allemagne la solidité des indicateurs macro-économiques, une croissance de 2.3% très supérieure à la moyenne de 1.1%/an constatée depuis 1999, la vigueur des exportations, Euros 1180 milliards en 2017, presque deux fois le PIB Suisse, l'importance de l'excédent commercial, Euros 226 milliards, et la poursuite du désendettement.

Aux deux, l'espoir de pouvoir conjuguer leurs efforts pour relancer le processus d'intégration de l'Europe en accord avec leurs principaux partenaires.

A la France, l'embellie conjoncturelle portée par une reprise des permis de construire, +30% sur un an, une croissance des volumes de crédit aux entreprises, +5.7%, et des marges des entreprises industrielles au plus haut depuis le début des années 2000, en partie grâce à l'allègement des charges du travail.

A l'Allemagne, le fruit des réformes Schröder, un taux de chômage au plus bas à 3.6% selon Eurostat, un nombre d'actifs record, 44,3 millions soit 5 millions de plus qu'au départ de Schröder, des salaires en hausse de 2.5% pour une inflation « core » de seulement 1.4% et donc des ventes de détail meilleures.

A la France, le bénéfice d'une confiance retrouvée grâce à la réforme du marché du travail qui introduit la flexibilité et permet aux multinationales de licencier en ne se référant qu'à la situation de la filiale française. Egalement, la réforme de la fiscalité qui introduit une flat tax de 30% sur les revenus du capital, supprime l'impôt sur la fortune mobilière et programme une diminution de l'impôt sur les sociétés à 25% en 2022.

A l'Allemagne, la poursuite du désendettement public à 67% du PIB grâce à un surplus budgétaire estimé à Euros 38 milliards en 2017 soit 1.2% du PIB, une conjoncture favorable à un développement des investissements publics dans les infrastructures et des investissements privés dans les capacités de production puisque les taux d'utilisation sont très élevés.

La performance de ces deux économies ne doit occulter ni la poursuite d'une croissance soutenue en Europe de l'Est, ni le redressement des pays de l'Europe du Sud puisque le taux de chômage a baissé de 17% à 8.8% au Portugal, de 27% à 17% en Espagne et de 27% à 20% en Grèce.

- Après la croissance, la deuxième raison d'une surpondération maintenue en Europe, reste la politique monétaire, toujours étonnamment stimulante au regard de la solidité de la croissance. Cette année, les injections, au rythme d'Euros 30 milliards/mois s'élèveront à Euros 270 milliards et le taux officiel reste négatif de 0.40%. Pour apprécier le succès de cette politique, on rappellera que la dette portugaise à 10 ans est actuellement sensiblement moins chère que la dette américaine à 10 ans : 1.78% à comparer à 2.53% !
- Enfin, troisième motif de confiance, l'attente d'une relance de l'intégration européenne, perçue désormais comme une nécessité en réponse à la concurrence chinoise, à l'effacement de la protection américaine, au défi des nouvelles technologies et aux pressions migratoires. Attente suspendue à la formation d'un gouvernement de coalition allemand qui devrait être favorable à l'approfondissement de l'Europe. Attente liée aux élections en Italie en mars. Dans le même temps, on observe avec satisfaction que les partis anti-Euro édulcorent voire abandonnent cette thématique. On pense notamment au Front national en France ou au mouvement cinq étoiles en

Italie. On pourrait ajouter l'éviction en Pologne de deux ministres ouvertement anti-Europe. Les champs d'approfondissement de l'Europe restent ceux que nous avons détaillés dans nos précédentes notes : abandon de la règle de l'unanimité dans beaucoup de domaines, transformation du MES en Fonds Monétaire Européen alimenté si nécessaire par la BCE et non plus exclusivement par les budgets nationaux, évolution de la politique de concurrence pour un front commun face à la Chine, création d'une « bad bank » européenne et renforcement de l'Union bancaire, avancée vers une Europe sociale avec un salaire et une protection sociale plancher.

- Pour toutes ces raisons, le marché européen reste à surpondérer, d'autant plus que la valorisation est moindre que celle du marché américain, les bénéfices des entreprises sont encore 25% inférieurs au pic de 2007 alors qu'aux Etats-Unis ils sont près de 40% supérieurs.

3. *Pétrole et matières premières :*

- L'équilibre offre-demande : si la demande profite du contexte de croissance économique mondiale, l'offre est plus délicate à appréhender : il y a tout d'abord les découvertes, seulement 7 milliards de barils équivalant pétrole en 2017 à comparer à 8 en 2016, 15 en 2015 et 30 en 2012. Suite à la baisse des prix du pétrole de \$110 à \$25/baril, les compagnies avaient réduit de 60% leurs budgets d'exploration. La conséquence s'en ressent aujourd'hui puisque le taux de remplacement est tombé à 10% en 2017 ! L'offre résulte également d'un accord entre l'OPEP et la Russie pour proroger une réduction de la production de 1.8Mb/j et générer des tensions sur les prix. Ce redressement des prix, sert l'intérêt de l'Arabie Saoudite soucieuse d'optimiser la valeur de l'Aramco avant son introduction en Bourse, et sert l'intérêt de la Russie qui, dans une année électorale, a besoin de recettes budgétaires supplémentaires pour répondre à des attentes sociales. L'offre résulte enfin d'un accroissement de la production aux Etats-Unis, de près de 800 000 b/j en 2018 et, également, de 800 000b/j en provenance de nouveaux champs au Brésil et au Canada.
- Le cuivre est un métal intéressant à considérer. De nouvelles possibles grèves dans des grandes mines ajouteront à la tension sur les prix suscitée par la demande chinoise et le tarissement de l'offre explicable par le sous-investissement dans les capacités ces dernières années : De \$70 milliards en 2012, les sommes investies dans les mines étaient tombées à \$25 milliards en 2016. Le prix s'est apprécié de 40% en 2017 à \$7240/tonne mais reste loin de ses plus hauts à \$10 000 au moment où certains craignent une insuffisance de l'offre pendant l'année 2019. Le développement de la voiture électrique offre un nouvel usage puisqu'elle nécessite 40 à 60 kilos de cuivre contre un peu plus de 20 kilos pour une voiture normale. 800 000 voitures électriques ont été vendues en 2016, 14 millions pourraient l'être en 2020 dont 5 millions en Chine. Les subventions y sont importantes, jusqu'à \$15 000/véhicule. Ce raisonnement sur le cuivre peut s'appliquer également au nickel, au lithium et au cobalt.

II. Le possible :

1. *Poursuite d'une appréciation modérée du marché américain :*

Si les Cassandre s'alarment de voir l'écart entre les taux à 10 ans et les taux à 2 ans réduit à moins de 0.5 point, niveau aussi bas qu'en 2007 avant la crise, nous ne ressentons pas ce risque. L'inquiétude partagée par beaucoup résulte de la volonté affichée par la FED de réduire de \$320 milliards en 2018 son bilan, aujourd'hui de \$4500 milliards. La crainte de quelques autres investisseurs est la fin de cet exceptionnellement long cycle de croissance et l'amorce d'une récession.

Nous ne partageons pas ces appréhensions car l'économie n'est confrontée ni à une bulle immobilière puisque les prix sur un an dans les vingt plus grandes villes n'augmentent que de 6.4%, ni à un surcroît d'endettement des ménages (75% du PIB) puisque le service de la dette est au plus bas sur trente ans, ni à une bulle d'endettement des entreprises, ni à des surcapacités industrielles. Ni les crédits étudiants, plus de \$1300 milliards, ni les crédits automobiles malgré un taux de défaut au plus haut depuis 2008, ni les stocks des entreprises, aujourd'hui bas, ni les carnets de commandes, actuellement élevés, ne sont de nature à casser la dynamique de croissance. La réforme fiscale, grâce à la diminution de l'impôt sur le revenu va stimuler la demande, creuser le déficit budgétaire de \$100 milliards/an mais il n'est pas encore sûr qu'elle aura un impact sur l'investissement.

La baisse des impôts des ménages, un peu plus de 3 points, soit plus que les 2 points votés sous la présidence Bush en 2002/2003 mais moins que les 4.5 points accordés par Reagan entre 86 et 88 et la baisse de l'impôt sur les sociétés à 21% devrait offrir un surplus de croissance en 2018 et en 2019 évalué à 1%/an. Dans ce contexte, l'exposition au marché américain n'est clairement pas surpondérée mais gardée au niveau actuel. Certes, depuis mars 2009, l'indice S&P 500 est passé de 666 à 2759, donc a été multiplié par 3.8x quand le PIB, depuis cette date, n'a crû que d'un tiers mais pas de panique car les deux tiers de l'appréciation annuelle moyenne de 19% depuis 2009 s'expliquent par l'accroissement des bénéfices ou les distributions de dividendes plus rachats d'actions. Un tiers seulement provient d'une revalorisation des PER, qui n'a rien de choquant au regard du niveau des taux. Certains pessimistes feront observer que la hausse du marché doit beaucoup aux valeurs technologiques mais, en 2017, le S&P, sans ces valeurs, s'est apprécié de 17%, seulement quatre points de moins qu'avec ces valeurs. Un potentiel existe encore avec les valeurs technologiques mais nous recommanderons de privilégier les sociétés riches de liquidités aux sociétés qui n'en génèrent pas encore.

2. *Un faible recul de la croissance en Chine :*

Nonobstant ses « Trente Glorieuses » et une croissance du PIB réel de 120% depuis 2007, la Chine abrite toujours 300 à 400 millions de personnes qui vivent avec moins de \$2/jour, principalement dans les zones rurales et le PIB/habitant ne représente, selon la Banque Mondiale, que 15% du PIB/hab

américain. La Chine semble trouver un premier relais de croissance dans le numérique. Les dépenses de R&D ont été portées à 2% du PIB, le pays développe ses compétences en aéronautique, investit beaucoup dans la robotisation, enregistre désormais plus de brevets que les Etats-Unis, tire profit d'un vaste marché intérieur assez fermé à la concurrence étrangère, s'efforce d'acheter des sociétés technologiques en Allemagne et aux Etats-Unis. Un deuxième relais semble être l'indispensable transition écologique. Avant d'investir sur la Bourse chinoise, l'investisseur, rompu à l'économie de marché, est toujours mal à l'aise car il semble que le pays recule sur la libéralisation des entreprises privées, pilote beaucoup les décisions depuis le gouvernement, néglige la rentabilité à court terme des investissements, s'accommode des pertes des entreprises publiques et de la dérive de leur endettement, diffère la libéralisation des mouvements de capitaux et donc l'internationalisation du Yuan. On gardera donc notre exposition au marché chinois sans l'accroître.

III. L'éventuel :

1. **Issue positive de certaines élections ?** Russie ? Brésil ? Mexique ? Depuis la fin des années 90, les pays émergents sont moins vulnérables car ils ont accumulé de substantielles réserves de change et peuvent plus aisément rembourser leurs dettes.
- En **Russie**, les élections sont en mars, Monsieur Poutine devrait les gagner. Après une récession en 2015 et 2016, la croissance a été à nouveau positive en 2017. L'intérêt éventuel de ce marché, c'est, au regard de notre opinion sur le pétrole, sa dépendance aux hydrocarbures qui représente toujours la moitié des recettes de l'Etat.
- Au **Brésil**, après une période de récession, la croissance a été de 0.7% en 2017 et pourrait atteindre 1.8% en 2018. Les élections sont en octobre. D'ici là, l'espoir de faire passer l'indispensable réforme des retraites est tenu mais si l'opposition parvient à l'emporter face au PP, alors il y aurait une hausse à jouer sur ce marché.
- Au **Mexique**, les menaces Trump de l'édification d'un mur et du démantèlement de l'accord Nafta n'ont pas encore abouti et donc la devise s'est appréciée en 2017. On sait que le déficit commercial américain avec le Mexique, \$60 milliards est la cause de tous les attermoissements. On sait que les exportations mexicaines vers les Etats-Unis représentent un tiers du PIB mexicain quand les exportations américaines vers le Mexique n'équivalent qu'à 2% du PIB américain. On sait que beaucoup d'investissements au Mexique sont suspendus à une éventuelle décision américaine, ce qui pénalise la croissance et l'emploi. On serait tenté de parier que rien de majeur ne se fera, ce qui devrait profiter à la Bourse mexicaine mais on parle bien de pari !
- L'**Argentine** reste un autre pari. Celui du succès du libéral Macri à la tête du pays. Le PIB après un recul de 2.3% en 2016 est en croissance d'environ 3%, l'inflation officielle a été fortement réduite,

le gouvernement lutte contre l'évasion fiscale et le travail au noir qui est le lot de 40% des travailleurs, n'hésite pas à poursuivre les proches des Kirchner au pouvoir entre 2003 et 2015 et s'attaque au déficit budgétaire. Mieux encore, il a supprimé le contrôle des capitaux. La Bourse s'est beaucoup appréciée en 2017, Macri a conforté sa position lors de récentes élections, le pays, réputé pour ses 7 défauts sur la dette au siècle dernier, a pu emprunter à 100 ans.

2. *L'abandon du Brexit ?*

Trop tôt pour le dire et rien ne devrait intervenir avant l'issue des négociations en 2019. Mais à l'approche de la date fatidique, trois ans après un vote serré, on peut concevoir une mise au vote de la finalisation du processus. D'ici là, la conjoncture aura poursuivi sa dégradation, ce qui pourra inverser le résultat dans les urnes. La croissance attendue en 2018 tombe à 1.2% après un médiocre 1.5% en 2017. La tension sur le marché du travail s'accroît avec une augmentation des départs de 28000 à 123000 entre juin 2016 et juin 2017 et une diminution des arrivées en provenance de l'Union Européenne de 280 000 à 230 000.

3. *Appréciation de l'or :*

Le cours de l'or a augmenté de 13% l'an dernier profitant principalement de la dépréciation du \$, secondairement d'une forte augmentation de la demande indienne (+65% sur un an à 855 tonnes). Cette performance a été la meilleure depuis 2010. A très court terme, une hausse des taux longs sera défavorable à l'or. Au-delà, l'or trouverait un attrait si des signes de ralentissement ou/et d'inflation devaient apparaître. Si on devait acheter de l'or, on choisirait de vendre des « call » en dehors de la monnaie.

IV Les risques : « Je vous l'avoue, il est bien rigoureux de tout perdre au moment qu'on doit se croire heureux » *Andromède dans Corneille.*

Historiquement et indépendamment de l'hypothèse de récession que nous écartons pour le moment, la baisse des marchés boursiers est souvent occasionnée par une remontée des taux longs due à des politiques monétaires restrictives et/ou à l'inflation ou par des événements géopolitiques. Il importe donc d'analyser ces deux risques.

1. *L'inflation et une dérive des taux longs ?*

- Incontestablement, incidence de la hausse du prix des matières premières oblige, l'inflation globale va être plus élevée ces prochains mois mais ce phénomène sera temporaire et sans guère d'incidence sur l'inflation de base, « core », de 0.9% en décembre dans la zone Euro, 0.2% au Japon. Dans le droit fil de nos conclusions de ces dernières années, l'inflation ne menace pas aussi longtemps que l'économie mondiale reste imperméable aux sirènes protectionnistes. La hausse des

salaires, qui serait un indicateur clé d'une reprise de l'inflation, est faible en dépit d'une situation de plein emploi qui prévaut aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne, en Grande Bretagne et en Chine. En cause, la perte d'influence des syndicats, le déclin du salariat, l'essor des contrats à durée déterminée ou à temps partiel, la concurrence du numérique dans de nombreux secteurs et la globalisation. Néanmoins, 2018 va être, aux Etats-Unis une année test. Si les salaires n'augmentent pas malgré les tensions sur l'appareil de production et un taux de chômage qui glissera en dessous de 4%, c'est véritablement que l'inflation ne menace pas.

- La mise en œuvre de la réforme fiscale dans le contexte d'une économie en haut de cycle avec un taux de chômage historiquement bas, suscite une tension sur les taux longs (ce que certains appelleront éclatement de la bulle obligataire) qui pourrait inquiéter car de nature à freiner les crédits, donc l'activité. On se souvient que le marché obligataire a été mal orienté de 1940 à 1981, bien orienté jusqu'en 2016 et il semblerait que soit amorcé une nouvelle période défavorable. Comme tempérament à ce pessimisme sur les obligations, on sait que les banques centrales veillent car la dette mondiale représente 3.2x années de PIB mondial et une dégradation brutale des taux pourrait signifier la faillite de plusieurs Etats et de nombreuses entreprises. De tous les sujets évoqués dans cette note, celui-ci est sans doute le plus critique : pour le seul G4, les banques centrales, depuis 2007 ont acquis près de \$8 000 milliards des \$18000 milliards de nouvelles dettes. A l'échelle mondiale les injections de liquidités ont dépassé \$14 000 milliards. Les banques centrales sont ainsi parvenues à prévenir une logique forte hausse des taux longs au prix de distorsions majeures dans les courbes de taux et d'un appauvrissement des fonds de pensions mais jusqu'à quand pourront-elles tenir ?

2. *La géopolitique ?*

- **Iran ?** Dans ce pays de 80 millions d'habitants, la révolte provient, dans les petites villes de province, des classes défavorisées jeunes affectées par la diminution des dépenses de santé et d'éducation alors même que le budget militaire et le budget alloué aux religieux augmentent car Rohani n'ose pas s'opposer à ces derniers. Si le niveau d'éducation est élevé, l'économie est incapable de satisfaire les 800 000 nouvelles demandes d'emplois annuelles. Après l'accord sur le nucléaire, Rohani misait sur \$50 milliards d'investissements étrangers pour dynamiser l'économie mais le pays n'en reçoit que \$4 milliards. A 50%, les recettes dépendent du pétrole. A 80%, l'économie reste contrôlée par le secteur public et notamment par les Pasdarans qui ne paient guère d'impôts. Le développement du secteur privé est lent. A court terme, même si Rohani est affaibli, nous n'anticipons pas de changement majeur car les classes moyenne et supérieure ne s'associent pas à un mouvement qui manque de leader.
- **Arabie Saoudite ?** La période est délicate. La population est de 30 millions, dont 10 millions d'étrangers. Elle doublera d'ici 25 ans. 70% ont moins de 30 ans, 25% d'entre eux sont au chômage et l'industrie pétrolière qui représente plus de 80% des revenus crée peu d'emplois. Il faut donc

diversifier l'économie, ce qui requiert la confiance des investisseurs étrangers car le pays seul, confronté à un déficit budgétaire élevé de \$50 milliards, n'en a pas les capacités. D'où la volonté du régime de créer une TVA de 5%, de revaloriser les prix de l'essence, 120% début 2018, et d'introduire une fraction de l'Aramco en Bourse. D'où également, la volonté de faire évoluer la société et l'effort politique de diminuer l'emprise des religieux. Sur la scène internationale, nous ne croyons pas à un conflit avec l'Iran car la seule guerre au Yemen coûte cher et le pays peine à s'en sortir.

- La **Corée du Nord** : selon nous, le programme est trop avancé pour une intervention unilatérale américaine sans risque de représailles sur la Corée du Sud et le Japon. Rappelons qu'en 1994, Clinton avait envisagé une frappe nucléaire. Les premières sanctions, techniques, ont été mises en œuvre en 2006, les secondes, économiques, en 2016. En vain. Le mieux que l'on puisse espérer serait un engagement de non-prolifération. La Chine a une politique ambiguë car plus de 5000 sociétés chinoises opèrent en Corée du Nord et car elle ne veut pas des Etats-Unis à sa frontière, sans oublier qu'elle redouterait la déstabilisation qu'entraînerait des millions de réfugiés. Le nouveau président sud-coréen est réticent au déploiement d'un système anti-missiles et joue l'apaisement.

**Conclusion : « *L'art de la prophétie est extrêmement difficile, surtout en ce qui concerne l'avenir* »
*Mark Twain.***

- Cette note a tenté de brosser un panorama de la situation actuelle et d'esquisser les tendances de l'année 2018, sans perdre de vue l'appel à la modestie lancé par Mark Twain. Après 9 ans d'appréciation du marché américain, l'appréhension de certains investisseurs est d'autant plus compréhensible que la croissance économique est faible au regard des mesures de stimulation, les gains de productivité sont modestes au regard de la profusion d'innovations, l'investissement est modéré au regard du cash-flow généré par les entreprises, les gains salariaux sont minimes au regard de la situation de quasi plein emploi dans une majorité de grands pays, l'appréciation boursière est parfois vertigineuse dans certains segments du numérique au regard de la faiblesse des profits, l'inflation est négligeable au regard du volume d'injections de liquidités, les taux longs restent bas au regard de l'aggravation de l'endettement mondial. En résumé, pour beaucoup le capitalisme mondial achète une croissance désormais modérée au prix d'un endettement sans limite et d'un recul de l'Etat providence.
- Nonobstant ces réticences structurelles et pertinentes, il ressort des différents points développés dans cette note que l'appréciation des marchés n'est pas terminée. Des années durant, les injections de liquidités par les banques centrales ont constitué un indéniable stimulant à l'appréciation des marchés. Aujourd'hui, la réduction du bilan de la FED ne devrait pas faire dérailler cette tendance car elle est positivement compensée par une meilleure dynamique de croissance à l'échelle mondiale. Si la hausse des marchés a longtemps été portée par des artifices, elle est désormais favorisée par l'économie réelle.
- La valorisation plus élevée des marchés boursiers s'explique par la hausse de l'épargne consécutive au vieillissement de la population dans de nombreuses régions du monde et par la baisse des taux.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.